

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

УДК 336.02; 336.7; 338.5

Н.А. Екимова¹

*Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации,
г. Москва, Россия*

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ РИСКИ: В ПОИСКАХ ДЕТЕРМИНАНТ ИНФЛЯЦИИ²

Аннотация. Статья посвящена исследованию институциональных факторов, влиявших на инфляционные процессы в России в период 1996–2018 годы, и рисков, порождаемых ими. На основе корреляционно-регрессионного анализа был сделан вывод о существовании таких основных детерминант инфляции, как ключевая ставка, индекс валютного курса рубль/доллар, инфляционные ожидания. Кроме того, изучено воздействие коэффициента монетизации экономики, бюджетного дефицита и роста цен на тарифы естественных монополий на ценовую стабильность. Нетривиальность полученных результатов заключается в том, что они отчасти противоречат традиционным теориям, объясняющим инфляцию. В частности, установлена прямая корреляция между показателями индекса потребительских цен и ключевой ставки. Сделан вывод о значимости влияния потребительских настроений на инфляционные процессы при краткосрочном прогнозировании. Кроме того, вопреки устоявшемуся мнению о ключевом влиянии денежных агрегатов на инфляцию показано, что в период 2010–2018 гг. объемы денежной массы M2 не оказывали значимого воздействия на ценовую стабильность в России. Таким образом, полученные результаты во многом подтверждают аргументы тех современных исследователей, которые доказывают неэффективность классических объяснений инфляции. В работе сделан вывод о необходимости формирования нового подхода к оценке современных инфляционных процессов, основанного на постоянном уточнении и перепроверке состава детерминант инфляции в каждой конкретной стране в заданный период времени. Это связано с тем, что влияние одного и того же фактора на инфляцию может быть диаметрально противоположным в зависимости от уровня развития экономики страны и конкретного временного периода.

Ключевые слова: инфляция; институциональные риски; упреждающая диагностика; ключевая ставка; валютный курс; инфляционные ожидания.

Актуальность

В конце XX в. широкое распространение в мире получил такой режим денежно-кредитной политики (ДКП), как инфляционное таргетирование, ориентированный на поддержание ценовой стабильности посредством регулирования процентной ставки. Однако в настоящее время все больше стран при выборе способа регулирования финансового рынка ориентируются на формирование гибридных стратегий, объединяющих в себе ключевые моменты класси-

ческих режимов ДКП. Это подразумевает анализ и изучение более широкого спектра факторов, влияющих на экономическое развитие страны, в том числе и на инфляционные процессы.

Политика таргетирования инфляции в России, на которую Банк России перешел в 2014 г., осуществляется в основном монетарным способом – путем влияния на стоимость денег через ключевую ставку. Однако все больше внимания уделяется немонетарным факторам, вызывающим инфляцию,

среди которых немаловажное значение отводится институциональным и структурным условиям из-за их продолжительного системного воздействия на ценообразование [1].

Задачей данного исследования является оценка институциональных факторов, влияющих на инфляцию, и рисков, порождаемых ими, с целью отбора ключевых детерминант для последующего их учета при моделировании инфляционных процессов. Значимость институциональных детерминант предопределяется функционированием социально-экономических институтов, изменения в которых могут оказывать существенное влияние на «антиинфляционный» иммунитет экономики. Нам предстоит выявить факторы, влияние которых на инфляционные процессы в России в последние два десятилетия оказалось наиболее значимым.

Институциональные факторы и основные каналы их влияния

Несмотря на распространенную в настоящее время трактовку институциональных факторов как факторов, связанных с управлением, регулированием отдельных сфер, областей, экономических, общественных отношений [2], на наш взгляд, их следует рассматривать как совокупность формальных и неформальных *правил игры* [3] или *норм поведения* (социальных, политических, психологических и т.п.) [4], дей-

ствующих в обществе и оказывающих как позитивное, так и негативное влияние на экономические процессы.

Применительно к инфляционным процессам институциональные факторы могут носить как монетарный характер, связанный с действиями регулятора по обеспечению ценовой и финансовой стабильности, в основном путем воздействия на цену денег, так и немонетарный, автономный от денежно-кредитной политики ЦБ РФ.

В отношении институциональных факторов инфляции существуют разные точки зрения. Так, Банк России выделяет нормативно-правовую среду в качестве фактора, оказывающего влияние на ценообразование в долгосрочной перспективе [1]. При этом основным фактором риска, порождаемым институциональными факторами, отмечается ухудшение институциональной среды, а каналом трансмиссии к инфляции – рост издержек и снижение выпуска продукции.

В работе [5] отмечается, что причиной инфляции является определенная конфигурация институтов, приводящая к низкой эффективности внутреннего стабилизационного механизма. При этом ключевую роль детонатора инфляционного процесса, по мнению авторов, играет институт общественного согласия относительно распределения дохода, институт бюджетных ограничений выполняет функции механизма как антиинфляционного иммунитета экономики, а правила, обеспечивающие относительную избыточность и воспроизводимость ресурсов в долгосрочном аспекте, высокий уровень конкуренции на большинстве рынков, систему долгосрочного планирования и прогнозирования и соответствующую ей систему долгосрочных договорных отношений, играют инструментальные роли или являются дополняющими [5].

В аналитическом докладе о формировании антиинфляционных механизмов в экономике Республики Беларусь выделяются

¹ Екимова Наталья Александровна – кандидат экономических наук, доцент, ведущий научный сотрудник Центра макроэкономических исследований Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Россия (125993 (ГСП-3), г. Москва, Ленинградский просп., 49); e-mail: n.ekimova@bk.ru.

² Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета на 2018 год (тема «Методика оценки влияния немонетарных факторов на динамику инфляции», шифр АААА-А18-118052490081-5).

следующие институциональные факторы: стратегические цели экономического развития; монополизм в ценообразовании; уровень контроля за ценообразованием; фискальная политика; необоснованное стимулирование роста доходов населения; институциональные шоки [6]. В качестве институциональных методов антиинфляционной политики отмечаются совершенствование фискальной политики, методики расчета показателей инфляции, а также социальной защиты населения от инфляции; государственное стимулирование минимизации затрат на единицу добавленной стоимости; государственное регулирование цен на продукты и услуги монополистов и товары первой необходимости; отказ от максимального наращивания объемных показателей в пользу сбалансированного развития национальной экономики.

В русле данной идеологии лежит затратная модель инфляции Г. Бровера и Н.Эриксона, в которой в качестве ключевого институционального фактора инфляции рассматриваются тарифы естественных монополий на электроэнергию, газ и грузовые железнодорожные перевозки [7].

Очевидно, что любая используемая классификация достаточно условна, поскольку, во-первых, зависит от целей исследования, а во-вторых, экономика представляет со-

бой взаимосвязанную систему, в которой все факторы действуют взаимослаженно и взаимозависимо, что не позволяет говорить о «чистой» принадлежности того или иного показателя к конкретной группе. Тем не менее, проанализировав существующие классификации, представим собственную типологию институциональных факторов в контексте их деления на монетарные/немонетарные и внешние/внутренние (табл. 1).

Каждый фактор через определенный канал трансмиссии оказывает влияние на инфляционные процессы, причем риски могут порождать любые изменения рассматриваемых показателей как в сторону увеличения, так и снижения (табл. 2).

Для того чтобы оценить степень воздействия институциональных факторов на инфляционные процессы в России в период 1996–2018 гг., изучим происходящие в указанный период изменения отдельных институциональных показателей и проведем корреляционно-регрессионный анализ их влияния на индекс потребительских цен (ИПЦ).

Денежная масса и инфляция: проблемы взаимосвязи

Наиболее значимым фактором риска, способствующим росту инфляции, считается *увеличение денежной массы*. Данное

Таблица 1

Классификация институциональных факторов, влияющих на инфляцию

По горизонту воздействия	По каналам воздействия	
	Монетарные	Немонетарные
Внутренние	Ключевая ставка Денежная масса	Монополизм. Институциональные шоки. Налогово-бюджетная политика. Инфляционные ожидания
Внешние	Обменный курс	Санкции

Таблица 2

Институциональные факторы и основные риски, порождаемые ими

Фактор	Риск	Канал инфляционной трансмиссии
Ключевая ставка	Резкое повышение	В краткосрочной перспективе – снижение спроса на товары, что приводит к понижению инфляции. В долгосрочной – снижение предложения товара, что приводит к росту инфляции
	Резкое понижение	Появление «слишком дешевых» денег, что приводит к росту инфляции
Денежная масса	Резкое увеличение	Избыточный рост денежной массы в обращении без адекватного увеличения товарной массы способствует росту инфляции
	Резкое снижение	Резкое сокращение денежной массы вызывает денежный голод и спад производства, что может привести к росту цен
Обменный курс	Резкое увеличение	Резкое увеличение валютного курса приводит к обесценению национальной валюты и росту инфляции
	Резкое снижение	Резкое снижение валютного курса может приводить к дефициту иностранной валюты и росту внутренних цен
Монополизм	Увеличение	Монополизация рынка ведет к росту цен на фоне снижения производства, что создает дефицит товаров и рост инфляции
	Снижение	Рост конкуренции может приводить к росту производственной активности и повышенному спросу на деньги, что порождает инфляцию
Институциональные шоки	Увеличение	Институциональные шоки увеличивают неопределенность, что включает механизм инфляционных ожиданий с последующим ростом цен
	Снижение	Снижение институциональной активности вызывает экономический застой, спад производства, дефицит товаров и инфляцию
Налогово-бюджетная политика	Увеличение	Рост налогов вызывает у производителя стремление компенсировать издержки путем роста цен и ведет к инфляции
	Снижение	Рост бюджетных расходов ведет к росту спроса на услуги и товары и порождает инфляцию
Инфляционные ожидания	Увеличение	Рост инфляционных ожиданий за счет закладывания в будущие цены приводит к росту инфляции
	Снижение	Снижение инфляционных ожиданий ниже критического уровня ведет к спаду производства, росту спроса на деньги и росту инфляции
Санкции	Увеличение	Увеличение санкций сокращает торговый оборот, вызывает дефицит иностранной валюты и рост цен; кроме того, сворачивается кредитование иностранными банками российских предприятий, что вызывает денежный голод и инфляцию
	Снижение	Резкая отмена санкций может привести к росту экономической активности, росту спроса на деньги и инфляции

мнение берет свое начало из основного уравнения количественной теории денег ($MV = PQ$), исходя из которого изменение общего уровня цен (P) происходит прямо пропорционально росту количества денег в обращении (M) и их скорости обращения (V) и обратно пропорционально предложению товаров (Q). Представители данной теории (А. Смит, Д. Локк, Дж.С. Милль, И. Фишер и др.) рассматривали избыточный рост денежной массы в качестве единственной причины увеличения цен, в то время как все остальные факторы, способствующие обесценению денег, оценивались ими с точки зрения степени их влияния на количество денег в обращении. Классики современного монетаризма (М. Фридман, А. Шварц и др.) указывают на более сложную и неоднозначную связь между денежной массой и ростом цен, моделируя ситуацию, при которых инфляция возможна и в условиях сохранения неизменным объема денежной массы [8].

Однозначность монетаристских суждений в последние десятилетия все чаще подвергается критике. В частности, исследования Всемирного банка опровергли общепринятое убеждение, что чем больше денег в обращении, тем выше уровень инфляции, установив наличие *обратной* корреляционной зависимости между показателями инфляции и доли денежной массы в ВВП [9]. В той же работе приведены примеры, когда рост денежной массы в Японии и Китае, достигавший 20–40 % в год, сопровождался дефляцией [9]. Данный вывод подтверждается и в более поздних исследованиях. Так, сравнение денежной массы, ВВП и соответствующего уровня инфляции показало наличие четкой обратно пропорциональной зависимости инфляции от уровня монетизации экономики [10]. Аналогичные корреляции были получены и в исследовании [11], в котором показано, что страны, проводившие политику сдерживания коли-

чества денег в обращении, испытали значительные трудности как с инфляцией, так и с кризисом производства.

Показано, что незначительная корреляция ($r = 0,36$) между показателями месячной инфляции и изменением денежной массы просматривается только при наличии годового лага, при меньшем временном разрыве ее значение не превышает 0,22 [12].

В рамках данного исследования был проведен корреляционно-регрессионный анализ показателей индекса денежной массы $M2$, монетизации экономики (отношения объема денежной массы к годовому ВВП) и индекса потребительских цен. Сравнение динамики показателей монетизации экономики и ИПЦ за период с 1996 по 2016 г. показало наличие четко выраженной обратно пропорциональной зависимости индекса инфляции от уровня монетизации экономики (рис. 1). В свою очередь анализ динамики месячных показателей индекса денежной массы $M2$ и ИПЦ за период с февраля 2010 г. по апрель 2018 г. не установил зависимость между данными индикаторами (рис. 2). Не выявили наличия высокой связи между факторами ни расчет коэффициентов корреляции с учетом временных лагов (табл. 3), ни построение регрессионных моделей.

Таким образом, проведенный анализ показал, что, несмотря на существующую связь между показателями инфляции и объемом денежной массы, характер этой взаимосвязи до конца пока не изучен. Можно только констатировать, что на интервале с 2010 по 2018 г. наблюдалась *средняя отрицательная корреляционная зависимость* между ИПЦ и коэффициентом монетизации экономики с временным лагом 3–5 месяцев, в то время как уровень связи между ИПЦ и индексом денежной массы $M2$ не являлся значимым.

Данный вывод не идет в разрезе с существующими на сегодняшний день теориями

Институциональные риски: в поисках детерминант инфляции

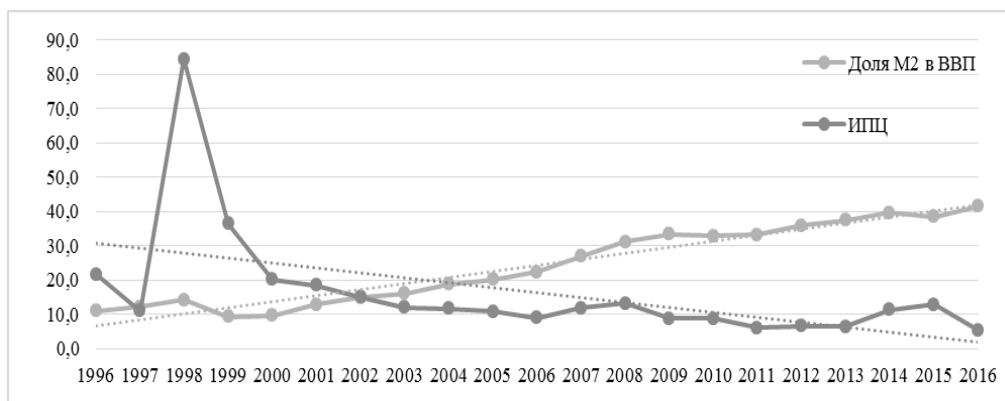


Рис. 1. Динамика ИПЦ и показателя монетизации экономики

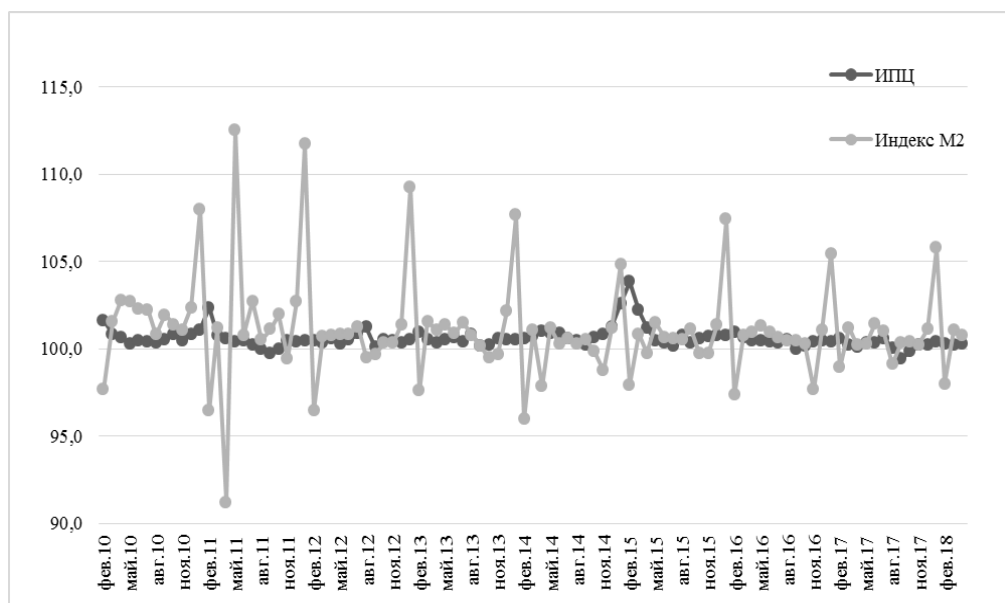


Рис. 2. Динамика ИПЦ и Индекса денежной массы М2

Таблица 3

Коэффициент корреляции между ИПЦ и показателями индекса М2
и монетизации экономики, 2010–2018 гг.

Показатели	Величина лага, мес.							
	0	1	2	3	4	5	6	12
Индекс М2	0,172701	-0,02381	-0,05925	-0,08825	0,006617	0,00202	0,106867	-0,10481
Монетизация экономики	0,260762	-0,02554	-0,17225	-0,24033	-0,3003	-0,29802	-0,21381	0,227756

относительно изучаемого вопроса. Так, исследование, проведенное по 165 странам за период с 1969 по 1999 г., показало, что, несмотря на наличие прямой пропорциональной зависимости между темпами инфляции и темпами роста денежной массы, характерной для всей совокупности данных, в странах с низкой инфляцией данная зависимость не наблюдается, в то время как в странах с высокой инфляцией коэффициент корреляции между указанными показателями становится близким к 1 [13]. Объясняется это тем, что в странах с высоким уровнем развития финансовых рынков и доверия к правительству денежное предложение подстраивается под изменения в скорости обращения денег, вызванные внешними факторами (например, технологические изменения в экономике), а не наоборот. Кроме того, высокая степень развития кредитной системы и кредитных отношений в наши дни привела к тому, что чрезмерная эмиссия денег может приводить не только к инфляции спроса, но и к росту ликвидности в экономике, оживлению производства и, в конечном счете, снижению темпов инфляции. Это может указывать на нелинейный характер связи между инфляцией и денежной массой. Данный вывод подтверждается в работе [14], в которой доказывается U-образная зависимость между указанными выше показателями и отмечается, что как избыток, так и недостаток денежной массы может негативно отражаться на инфляционных процессах.

Инфляция и дефицит государственного бюджета: прямое и обратное влияние

Одним из показателей, с которым часто связывают запуск печатного станка и изменение уровня цен, считается дефицит государственного бюджета [15, 16]. Изучение взаимосвязи динамики инфляции и государственного долга легло в основу фискальной теории уровня цен (Fiscal Theory

of Price Level), развитие которой связывают с работами американских экономистов М. Вудфорта, Дж. Кохрана и др. [17, 18]. В рамках данной теории изучаются противоположные по воздействию эффекты влияния инфляции на состояние государственного бюджета. Так, согласно эффекту Оливера – Танзи существует положительная корреляция между рассматриваемыми показателями, когда рост цен способствует увеличению бюджетного дефицита [19]. Данный эффект возникает в результате естественного запаздывания между сбором и тратой налогов на фоне стремительно развивающейся инфляции и отсутствия индексации налога, что приводит к сокращению реальных доходов бюджета, росту бюджетного дефицита и неустойчивости финансовой системы [20].

С позиции концепции инфляционного налога и эффекта Дона Патинкина между рассматриваемыми показателями имеет место отрицательная связь. При внезапном повышении цен может происходить снижение реальной величины дефицита бюджета в силу сокращения реального процента по кредитам. Согласно эффекту Дона Патинкина инфляция может увеличивать доходную часть бюджета при неизменности государственных расходов, сокращая тем самым бюджетный дефицит. Данный эффект возможен в условиях применения прогрессивной ставки налогообложения и индексации номинальных доходов [21].

Кроме того, изучены такие эффекты влияния инфляции на состояние фискального баланса, как эффект подавления экономического роста (положительная связь), непропорционального налогообложения (отрицательная связь), воздействия инфляции на реальные процентные ставки и стоимость обслуживания государственного долга (отрицательная связь) [22].

Однако не только инфляция воздействует на состояние бюджетного баланса, оче-

видно и обратное влияние. В частности, к числу мер по управлению бюджетным дефицитом относят эмиссионное покрытие дефицита, увеличение налогов, сокращение расходов (секвестирование). Выбор правительством того или иного способа сокращения бюджетного дефицита определяет степень его воздействия на экономику в целом. Влияние денежной эмиссии на рост цен было рассмотрено выше. Увеличение налоговых сборов за счет повышения ставок существующих налогов или введения дополнительных, как правило, носит кратковременный характер. В долгосрочной перспективе данная мера может привести к снижению предпринимательской активности и сокращению производства и, как следствие, уменьшению налогооблагаемой базы (кривая Лаффера). Несмотря на то, что секвестирование бюджета принято считать самым «безболезненным» способом урегулирования дефицита бюджета, такая мера крайне непопулярна из-за возможных негативных последствий как для производителей, так и для населения страны.

Выбор того или иного способа управления бюджетным дефицитом во многом зависит от текущей экономической ситуации и стадии развития той или иной страны. Так, в результате анализа выборки за 1960–2001 гг. по 107 странам установлена высокая корреляционная зависимость между показателями инфляции и доли бюджетного дефицита в ВВП для стран с уровнем инфляции более 50 %: снижение доли бюджетного дефицита в ВВП на 1 % уменьшало инфляцию на 8,75 % [23]. По мере уменьшения уровня инфляции в странах корреляционная зависимость между данными показателями ослабевала, и для стран с низким уровнем значимая связь между ними не была установлена. Данные результаты полностью коррелируют с приведенным выше тезисом об отсутствии корреляционной зависимости между показателями темпов роста денежной массы и

инфляции, характерном для стран с низким уровнем инфляции [13].

Оценить, в каком направлении российским регулятором велась работа по управлению бюджетным дефицитом в период 1996–2016 гг., позволяет анализ динамики показателей, характеризующих годовые изменения доли дефицита бюджета в ВВП и коэффициента монетизации (рис. 3).

Очевидно, что на протяжении всего анализируемого времени происходили существенные флуктуации доли дефицита бюджета в ВВП. Однако действия регулятора в отношении эмиссии денег носили достаточно сдержанный характер, что подтверждает и отсутствие высокой корреляции между рассматриваемыми показателями ($r = 0,23$). Это говорит о том, что при выборе мер по управлению бюджетным дефицитом денежная эмиссия не была в числе приоритетов.

Анализ федерального бюджета России на 2018–2020 гг. показал его ориентированность на сокращение расходной части как способ достижения бездефицитности. Мы уже отмечали ранее непопулярность данной меры из-за возможности снижения уровня жизни населения, что вполне вероятно при заложенных в российском бюджете 2018–2020 гг. показателях. Сделанный вывод подтверждается исследованиями российских ученых, которые рассчитали, что с учетом индекса цен сокращение расходов федерального бюджета 2018–2020 гг. по социально-значимым направлениям составит: в области физической культуры и спорта – 66 %, национальной экономики – 15,5%, образования – 5,6 %, здравоохранения – 1,9 % [24].

Однако с точки зрения влияния на инфляцию выбор данной стратегии оказался наиболее правильным: проведенный корреляционно-регрессионный анализ не установил значимого взаимного влияния показателей друг на друга ($r = 0,032$). Это позво-

ляет сделать вывод, что изменение уровня инфляции происходило под влиянием иных институциональных факторов, определить которые нам предстоит в дальнейшей части нашего исследования.

Влияние естественных монополий на инфляцию в России

Еще одним фактором риска, приводящим к инфляции, является высокая степень монополизации экономики. На правах доминирующего положения на рынке монополии имеют возможность действовать в своих интересах, регулируя объемы производства и предложения товаров, тем самым создавая дефицит товаров и оказывая воздействие на рыночные цены. Однако и другая крайность – чрезмерный рост конкуренции – может способствовать увеличению производственной активности и повышению спроса на деньги, что также может порождать инфляцию. В отдельных исследованиях отмечается, что ценовая политика

монополистов является основным фактором инфляции в экономике большинства стран, в том числе и России [14].

Традиционное объяснение связи монополизации рынков и инфляции состоит в низкой эластичности спроса на монопольные товары по ценам, что в свою очередь способствует росту рентабельности монополиста. А так как альтернативы монопольному товару на рынке нет, то траты на него все равно производятся и, тем самым денежный спрос на него «отвязывается» от общего объема денежной массы в экономике. Таким образом, даже при наличии определенного дефицита денег наличие монополистов может продуцировать заметную инфляцию. Компенсация роста цен на монопольные товары может идти по другим товарным группам и по линии снижения уровня общего уровня благосостояния населения.

Поскольку ИПЦ является показателем изменения стоимости товаров и услуг,

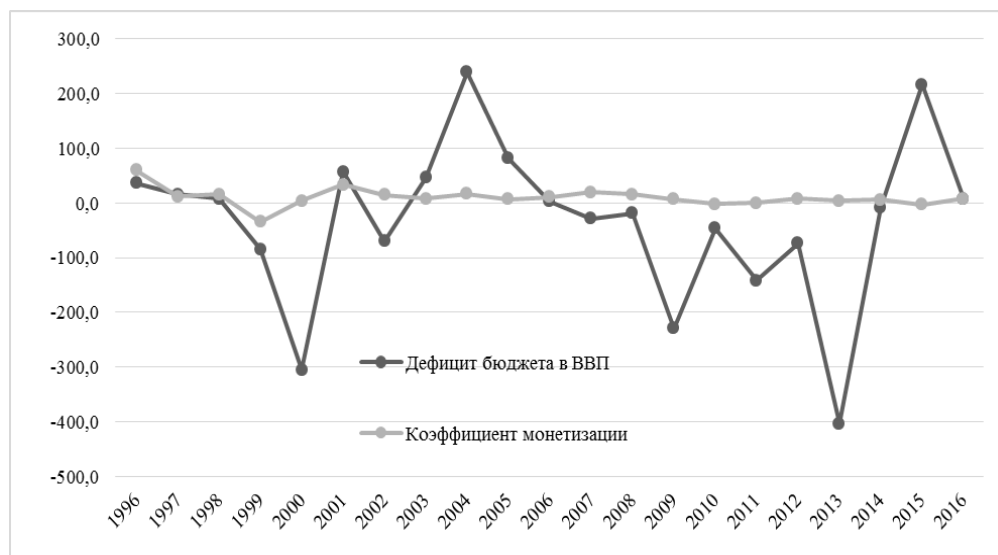


Рис. 3. Динамика темпов роста показателей доли дефицита бюджета в ВВП и коэффициента монетизации экономики

входящих в потребительскую корзину, индексация тарифов на услуги естественных монополий, входящих в ее состав (оплата за жилье, водоснабжение и водоотведение, электроэнергия, газоснабжение и транспортные услуги), несомненно, оказывает влияние на конечный индекс потребительских цен. Несмотря на их относительно небольшой вес в структуре потребительской корзины, индексация тарифов на данные услуги может оказывать мультипликативный эффект на рост цен за счет их включения в себестоимость производимой продукции. До сих пор остается спорным вопрос о том, влияет ли изменение тарифов на услуги естественных монополий на рост индекса цен, или, наоборот, это следствие инфля-

ции, которым принято оправдывать ежегодное повышение тарифов на коммунальные и транспортные услуги. Например, подорожание ЖКХ с 1 июля 2018 г., призванное индексировать естественным монополиям рост издержек производства в течение прошлого года, в среднем по стране составило 4 %. Однако данное повышение цен, в свою очередь, окажет непосредственное влияние на инфляцию текущего года.

В рамках проведения корреляционно-регрессионного анализа было изучено влияние роста тарифов естественных монополий на ИПЦ с разными временными лагами в период 2014–2018 гг., в результате которого не было выявлено сильных взаимосвязей (табл. 4). Аналогичные результаты были

Таблица 4

Коэффициент корреляции между ИПЦ и индексами показателей, характеризующих деятельность естественных монополий в сфере ЖКХ и транспорта, 2014–2018 гг.

Показатели	Величина лага, мес.						
	0	1	2	3	4	5	6
Комбинированный билет для проезда в городском пассажирском транспорте в течение месяца, билет	0,028	-0,069	-0,082	-0,035	-0,026	0,027	0,022
Проезд в метро, поездка	0,320	0,068	-0,076	-0,074	-0,091	0,013	-0,034
Проезд в троллейбусе, поездка	0,083	-0,043	-0,120	-0,092	-0,086	-0,006	-0,101
Проезд в трамвае, поездка	0,097	-0,032	-0,112	-0,086	-0,089	-0,009	-0,099
Плата за жилье в домах государственного и муниципального жилищных фондов, м ² общей площади	0,300	0,075	0,146	0,123	0,091	0,127	0,104
Услуги по снабжению электроэнергией	-0,350	-0,309	-0,097	0,030	0,059	0,123	0,122
Электричество в квартирах без электроплит за минимальный объем потребления, в расчете за 100 кВт·ч	-0,141	-0,258	-0,109	-0,004	0,027	0,121	0,155
Электричество в квартирах с электроплитами за минимальный объем потребления, в расчете за 100 кВт·ч	-0,018	-0,181	-0,047	0,013	0,030	0,100	0,172
Газ сетевой, месяц с человека	-0,133	-0,263	-0,145	-0,026	0,014	0,164	0,150
Отопление, Гкал	0,052	-0,102	0,038	0,096	0,108	0,153	0,211
Водоснабжение и водоотведение, м ³ холодное	-0,053	-0,238	-0,120	-0,023	0,021	0,154	0,222
Водоснабжение горячее, м ³	0,015	-0,160	-0,028	0,018	0,047	0,149	0,229

получены и при изучении обратного влияния инфляции на рост тарифов коммунальных услуг.

Полученные результаты не отрицают факта влияния естественных монополий на инфляцию. Они только показывают, что среди рассмотренных показателей нет такого, который можно было бы использовать в качестве маркера влияния на инфляцию при ее эконометрическом моделировании. При построении целого ряда моделей инфляции влияние изменения тарифов естественных монополий оценивается через интегральный показатель. Так, в затратной модели инфляции Г. Бровера и Н. Эриксона три отдельных индекса (на газ, электроэнергию и грузовые железнодорожные перевозки) взвешиваются с учетом доли каждой услуги в структуре затрат по промышленности в целом и интегрируются в единый показатель, используемый в дальнейших расчетах. Моделирование инфляционных процессов в России в период 1998–2007 гг. по данной методике позволило определить коэффициент эластичности инфляции по тарифам естественных монополий на уровне 0,37, то есть рост тарифов на 10 % при прочих равных условиях порождает инфляцию в 3,7 % [15].

Еще одним механизмом влияния естественных монополий на ИПЦ является воздействие повышения тарифов на инфляционные ожидания населения, когда рынок, не дожидаясь действия инфляционной спирали, основанной на мультипликативном эффекте, о котором мы говорили выше, начинает отыгрывать индексацию только на основе ожиданий. Рассмотрим роль ожиданий в инфляционном механизме.

Инфляционные ожидания как фактор инфляции

Инфляционные ожидания (ИО) представляют собой прогнозы экономических субъектов по поводу развития инфляцион-

ных процессов в будущем. Как правило, ИО напрямую влияют на процентную ставку и спрос на деньги: в случае превышения ожидаемой инфляции процентной ставки спрос на кредиты снижается. Кроме того, инфляционные ожидания воздействуют на товарные рынки и рынки факторов производства.

Оценка инфляционных ожиданий в России проводится с 2009 г. в рамках совместного проекта Банка России, фонда «Общественное мнение» и аналитического центра «Национальное агентство финансовых исследований» (НАФИ). Уровень ИО вычисляется с использованием различных статистических методов на основе данных социологических опросов 2 000 респондентов. С целью объяснения и краткосрочного прогнозирования поведения потребителей рассчитывается Индекс потребительских настроений (ИПН), на основании которого можно делать выводы об активности потребителей, их ожиданиях и оценке будущих условий жизни, в том числе и инфляции. Как правило, рост индекса символизирует ожидания экономического роста, в то время как его падение говорит о вероятности развития негативных процессов в экономике³.

Анализ показателя ИПН в период 2015–2018 гг. показал наличие отрицательной корреляции с индексом потребительских цен (рис. 4), причем запаздывание последнего составляет 1 месяц ($r = -0,45$).

Предварительное тестирование ИПН в эконометрических моделях инфляции позволяет сделать вывод о его работоспособности при построении прикладных (на более коротком временном интервале) моделей, в то время как моделирование длительных инфляционных процессов показывает приоритетность иных факторов на формирование инфляции при незначимости влияния потребительских настроений. Примечательно, что в долгосрочной перспективе происходит трансформация причинно-следственных связей между по-

казателями ИПН и ИПЦ: именно инфляция является упреждающим показателем для потребительских настроений. Расчеты показывают, что реакция населения на инфляционные процессы отражается в ИПН с лагом в два месяца.

Инфляция и валютный курс: аспекты взаимосвязи

Перенос колебаний валютного курса на потребительские цены (так называемый «эффект переноса») реализуется посредством следующих механизмов: прямого, связанного с изменением стоимости импортной продукции; косвенного, реализуемого за счет роста внутреннего спроса на отечественные товары в связи с удорожанием импортных («внутреннее замещение»), и увеличения внешнего спроса на отечественные товары из-за снижения их относительной стоимости («внешнее замещение»); через прямые иностранные инвестиции [25]. При этом значимую роль в определении величины данного эффекта

играет макроэкономическая стабильность страны. Исследования показывают, что незначительный эффект переноса характерен для стран с низкой инфляцией, в то время как высокая инфляция порождает его высокое значение [26].

В работах, посвященных исследованию влияния валютного курса на инфляционные процессы в России в различные периоды 2008–2016 гг., отмечается высокая значимость динамики валютного курса в процессе формирования инфляции [25]. Данный вывод подтверждается и результатами корреляционно-регрессионного анализа, проведенного в рамках данного исследования.

Так, анализ зависимости между показателями месячного индекса валютного курса рубль/доллар и индекса потребительских цен с февраля 2010 по апрель 2018 г. показал наличие статистически значимой корреляции между ними, однако на исследуемом временном интервале можно выделить как минимум два различных этапа, установленных эмпирическим путем. Для первого

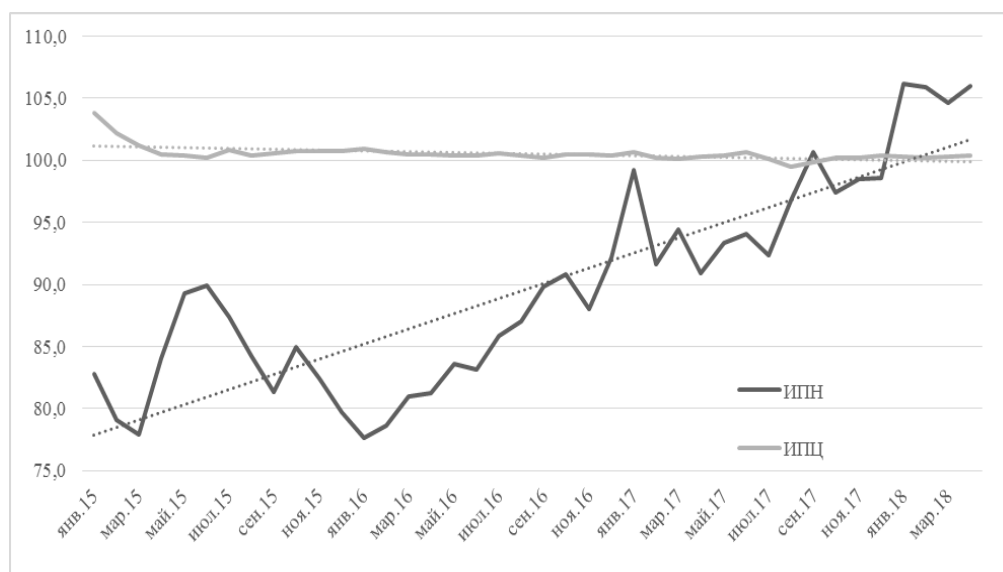


Рис. 4. Динамика ИПЦ и Индекса потребительских настроений

периода (02.2010–12.2015) характерно наличие высокой положительной связи при запаздывании ИПЦ на 1 месяц, в то время как в дальнейшем связь между показателями практически полностью отсутствует (табл. 5).

Полученные данные являются отражением проводимой Банком России политики, когда до 2015 г. канал валютного курса являлся одним из ключевых в механизме денежно-кредитной трансмиссии. Переход Центрального банка РФ к политике инфляционного таргетирования способствовал постепенному затуханию эффекта переноса, в результате чего, начиная с 2016 г., валютный курс перестал быть действенным инструментом ДКП.

Предварительные вычислительные эксперименты по моделированию инфляционных процессов в России на основе данных за 2014–2017 гг. также показали значимость индекса валютного курса с периодом упреждения 1 месяц. При этом расчетная эластичность инфляции по валютному курсу составила 4,4 %. Полученный результат тесно коррелирует с проведенными ранее исследованиям: например, оценка эффекта переноса для ИПЦ в первый месяц составила 4,6 % [25]. Однако моделирование инфляции на более позднем временном интервале (2016–2017) показало, что в рассматриваемый период индекс валютного курса утратил свое значение и перестал оказывать существенное влияние на формирование инфляции.

Ключевая ставка и инфляция: соотношение и зависимость

Как уже отмечалось ранее, ключевая ставка является главным инструментом регулирования стабильности цен режима инфляционного таргетирования. Базовое монетарное правило, определяющее данный режим, – это правило Тейлора, согласно которому для снижения инфляции необходимо увеличивать реальную процентную ставку. В настоящее время правило Тейлора не является приоритетным в работе центральных банков, которые наряду с различными его модификациями используют более сложные экономические модели [27].

Непопулярность принципа Тейлора связана с его противоречивостью: далеко не все экономисты разделяют точку зрения о наличии обратной связи между инфляцией и процентной ставкой. В частности, показано, что повышение процентных ставок оказывает прямо противоположные эффекты в развитых и развивающихся странах [28]. Если в странах с развитой экономикой в результате повышения процентной ставки происходит падение инфляции, то в экономике развивающихся стран рост процентной ставки провоцирует усиление инфляции. Эмпирически доказывается прямая зависимость между изменениями процентной ставки и инфляцией [29]. Кроме того, показано, что обратная связь между рассматриваемыми показателями имеет место в краткосрочном периоде, в то время как в долгосрочной перспективе прослеживается

Таблица 5

Коэффициент корреляции между ИПЦ и динамикой валютного курса рубль/доллар

Период	Величина лага, мес.			
	0	1	2	3
02.2010–04.2018	0,380	0,571	0,484	0,302
02.2010–12.2015	0,380	0,620	0,524	0,330
01.2016–04.2018	0,179	-0,035	-0,075	-0,157

ся прямо пропорциональная зависимость между ними [30].

Проанализируем работоспособность процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в России в период 2010–2018 гг. Результаты изучения данного вопроса на этапе до перехода Банком России к режиму инфляционного таргетирования свидетельствуют о том, что в данный период процентная ставка не являлась действенным инструментом ДКП, однако после ноября 2014 г. ее роль в механизме денежно-кредитной трансмиссии существенно возросла (табл. 6).

По данным табл. 6 видно, что между показателями ИПЦ и динамикой процентной ставки существует сильная *положительная* связь, при этом своего максимального значения она достигает при запаздывании индекса потребительских цен на 1 месяц.

Полученный вывод вступает в противоречие с утверждениями экспертов Банка России об антиинфляционном эффекте повышения процентной ставки, однако он подтверждает аргументы тех исследователей, кто считает, что ключевая ставка является неэффективным средством борьбы с инфляцией. Тем не менее данный вывод нельзя считать окончательным: необходимо дальнейшее изучение и тестирование его влияния на инфляционные процессы.

Выводы

Проведенный анализ позволил выделить институциональные факторы, влияние которых на инфляционные процессы в России в течение последних десятилетий

оказалось наиболее значимым. К их числу относятся такие индикаторы, как ключевая ставка, индекс валютного курса рубль/доллар, инфляционные ожидания. Отдельного рассмотрения требуют такие институциональные факторы, как санкции и институциональные шоки. В частности, до сих пор остается не до конца осмысленным вопрос влияния международных антироссийских санкций и ответных контрмер со стороны России на экономику нашей страны.

Наряду с этим установленные эмпирическим путем взаимосвязи между индексом потребительских цен и отдельными институциональными индикаторами показали результаты, отчасти противоречащие традиционным теориям. В частности, вопреки сложившемуся мнению о ключевом влиянии денежной массы М2 на ценовую стабильность, анализ показал отсутствие в России значимых связей между данными показателями в период 2010–2018 гг., в то время как коэффициент монетизации экономики оказывал обратное воздействие на ИПЦ с временным лагом 3–5 месяцев. Нетривиальным является и полученный результат относительно прямого воздействия ключевой ставки на инфляционные процессы. Сделанный вывод ставит под сомнение базовый посыл режима инфляционного таргетирования, согласно которому повышение ключевой ставки рассматривается как основной инструмент воздействия на инфляцию, однако подтверждает аргументы тех современных исследователей, которые опровергают однозначность данного тезиса.

Таблица 6

Коэффициент корреляции между ИПЦ и динамикой процентной ставки

Период	Величина лага, мес.			
	0	1	2	3
01.2010–10.2014	0,218	0,078	0,076	0,017
11.2014–04.2018	0,417	0,753	0,576	0,479

Несмотря на то, что окончательные выводы можно будет делать только после завершения работы по моделированию инфляционных процессов на основе отобранных показателей с целью оценки чувствительности индекса потребительских цен к их воздействию, уже сейчас можно говорить об усложнении многих экономических процессов и о многовариантности их реализации. В частности, становится очевидным, что влияние одного и того же фактора, например на инфляцию, может быть диаметрально противоположным в зависимости от уровня развития экономики страны, от длительности его воздействия, от сочетания с другими факторами и т.п. Это значит, что традиционные теории не всегда срабатывают и зачастую требуют переосмысления и эмпирических проверок,

а следовательно, и формирования нового подхода к оценке современной экономической реальности.

Фактически это означает постоянную перепроверку состава детерминант инфляции в каждой конкретной стране в заданный период времени. Только после этого целесообразно строить более общие модели инфляции, обладающие прогностической способностью. При этом само моделирование инфляционных процессов представляет собой многошаговую процедуру, состоящую из проверки связей-корреляций, отбора детерминант, построения эконометрической модели, ее калибровки с помощью дополнительных вычислительных процедур и методов и дальнейшего практического использования модели.

Список использованных источников

1. О немонетарных факторах инфляции и мерах по снижению ее волатильности. Доклад Банка России. Москва, 2017 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cbr.ru/Content/Document/File/25502/nfi.pdf>.
2. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. М.: ИНФРА-М, 2017. 512 с.
3. Норт Д. Понимание процесса экономических изменений. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ, 2010. 256 с.
4. Полтерович В.М. Институциональные ловушки и экономические реформы // Экономика и математические методы. 1999. Т. 35, № 2. С. 3–20.
5. Малкина М.Ю., Розмаинский И.В. К формированию институциональной теории инфляции // Журнал институциональных исследований. 2013. Т. 5, № 2. С. 69–87.
6. Лученок А.И. Формирование антиинфляционных механизмов в экономике Республики Беларусь. Минск, 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://luchенок.narod.ru/Luchенок_Inflation.pdf.
7. Brouwer G., Ericsson N.R. Modeling Inflation in Australia // Journal of Business and Economic Statistics. 1998. Vol. 16, No. 4. P. 433–449.
8. Харрис Л. Денежная теория. М.: Прогресс, 1990. 750 с.
9. Глазьев С.Ю. Нищета и блеск российских монетаристов. Часть 1 // Экономическая наука современной России. 2015. № 2 (69). С. 7–21.
10. Гамза В.А. Инфляция в России: аналитические материалы // Деньги и кредит. 2006. № 9. С. 58–70.
11. Якунин В.И., Сулакшин С.С., Аверкова Н.А., Багдасарян В.Э. и др. Политическое измерение мировых финансовых кризисов. Феноменология, теория, устранение / под ред. С.С. Сулакшина. М.: Научный эксперт, 2012. 632 с.

12. Якупов З.Я., Мурзакаева И.С. Анализ зависимости инфляции и денежной массы в России // Теория и практика современной науки. 2016. № 5 (11). С. 1086–1091.
13. De Graude P., Polan M. Is inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? // CERP Discussion Paper No. 2841. 2001. 43 p.
14. Глазьев С.Ю., Горидько Н.П., Нижегородцев Р.М. Критика формулы Ирвинга Фишера и иллюзии современной монетарной политики // Экономика и математические методы. 2016. Т. 52, № 4. С. 3–23.
15. Кудрин А. Инфляция: российские и мировые тенденции // Вопросы экономики. 2007. № 10. С. 4–26.
16. Bruno M., Easterly W. Inflation crises and long-run growth // Journal of Monetary Economics. 1998. Vol. 41, No. 1. P. 3–26.
17. Woodford M. Monetary Policy and Price-Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy // Economic Theory. 1994. Vol. 4, Issue 3. P. 345–380.
18. Cochrane J. Long-term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level // NBER Working Paper No. 6771. 1998. 41 p.
19. Tanzi V. Inflation, real tax revenue and the case for inflationary finance: Theory with an application to Argentina // IMF Staff Papers. 1978. Vol. 25.
20. Балацкий Е.В. Инфляционное равновесие и бюджетная сбалансированность // Мировая экономика и международные отношения. 1997. № 3. С. 34–44.
21. Patinkin D. Israel's Stabilization Program of 1985, or Some Simple Truths of Monetary Theory // Journal of Economic Perspectives. 1993. Vol. 7, Issue 2. P. 103–128.
22. Малкина М.Ю. Инфляция и фискальные дисбалансы в российской экономике // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 2 (44). С. 2–8.
23. Catao L., Terrones M.E. Fiscal Deficits and Inflation // IMF Working paper. WP/03/65. 2003. 32 p.
24. Караваева И.В., Бухвальд Е.М., Павлов В.И., Казанцев С.В., Гельвановский М.И., Иванов Е.А., Коломиец А.Г., Колпакова И.А. Федеральный бюджет России на 2018–2020 годы: новый шаг к победе над дефицитом и инфляцией? // Вестник института экономики Российской академии наук. 2018. № 1. С. 40–61.
25. Пономарев Ю.Ю., Трунин П.В., Улюкаев А.В. Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России // Вопросы экономики. 2014. № 3. С. 21–35.
26. Calvo G.A., Reinhart C.M. Fear of Floating // The Quarterly Journal of Economics. 2002. Vol. 117, No. 2. P. 379–408.
27. Екимова Н.А. Индикаторы раннего предупреждения кризисов: в поисках новых подходов // Вестник УрФУ. Серия экономика и управление. 2017. Т. 16, № 6. С. 985–1002.
28. Hnatkovskay V., Lahiri A., Veghz C. The Exchange Rate Response Puzzle. 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=303127090027116067020125068105124109055040034038059056067025102025116086121078096077124122059008021029045115090090100024012095061060042093055121125091008095008097005007030105015004070085008116075078087123009113112031076064115105003071090093079079078&EXT=pdf>.
29. Cochrane J. Do Higher Interest Rates Raise or Lower Inflation? 2016 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://faculty.chicagobooth.edu/john.Cochrane/research/papers/isher.pdf>.
30. Cochrane J. The Grumpy Economist. 2015 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://johnhcochrane.blogspot.com/2015/11/early-fisherism.html>.

Ekimova N.A.

*Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russia***INSTITUTIONAL RISKS: IN SEARCH OF INFLATION DETERMINANTS**

Abstract. The article is dedicated to the study of institutional factors that influenced the inflation processes in Russia in the period of 1996-2018. On the basis of correlation and regression analysis it was concluded that there are such main determinants of inflation as the key rate, ruble / dollar exchange rate index, inflation expectations. Moreover, the influence of the factor of monetization of the economy, budget deficit and growth of prices on tariffs of natural monopolies for price stability have been studied. The nontrivial nature of the results is that they are partly contrary to traditional theories that explain inflation. In particular, a direct correlation between the indicators of the consumer price index and the key rate has been established. It is concluded that the influence of consumer sentiment on inflation processes in the short-term forecast is important. In addition, contrary to the well-established opinion on the key influence of monetary aggregates on inflation it is shown that in the period of 2010-2018 the amount of M2 money supply did not have a significant impact on price stability in Russia. Thus, the obtained results largely confirm the arguments of those modern researchers who prove the inefficiency of classical explanations of inflation. The work concludes that it is necessary to form a new approach to the assessment of modern inflation processes that would be based on the constant refinement and rechecking of the composition of the determinants of inflation in each country in a given period of time. This is due to the fact that the influence of the same factor on inflation can be diametrically opposed depending on the level of development of the economy and a specific time period.

Key words: inflation; institutional risks; proactive diagnostic; key rate; exchange rate; inflation expectations.

References

1. On Non-Monetary Factors of Inflation and Measures to Reduce Its Volatility (2017). Report of the Bank of Russia. Moscow. Available at: <http://www.cbr.ru/Content/Document/File/25502/nfi.pdf>.
2. Raizberg, B.A., Lozovsky, L.Sh., Starodubtseva, E.B. (2017). *Sovremenniy ekonomicheskii slovar [Modern Dictionary of Economics]*. Moscow, INFRA-M.
3. North, D.C. (2005). *Understanding the Process of Economic Change*. Princeton University Press.
4. Polterovich, V.M. (1999). *Institutsional'nye lovushki i ekonomicheskie reformy [Institutional traps and economic reforms]*. *Ekonomika i matematicheskie metody (Ecnomics and Mathematical Methods)*, Vol. 35, No. 2, 3–20.
5. Malkina, M.Iu., Rozmainsky, I.V. (2013). *K formirovaniyu institutsional'noi teorii inflatsii (Toward the foundations of institutional theory of inflation)*. *Zhurnal institutsional'nykh issledovaniy (Journal of Institutional Studies)*, Vol. 5, No. 2, 69–87.
6. Luchenok, A.I. (2012). *Formirovaniye antiinflatsionnykh mekhanizmov v ekonomike Respubliki Belarus' [Formation of anti-inflation mechanisms in the economy of Belarus]*. Minsk. Available at: http://luchenok.narod.ru/Luchenok_Inflation.pdf

7. Brouwer, G., Ericsson, N.R. (1998). Modeling Inflation in Australia. *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 16, No. 4, 433–449.
8. Harris, L. (1985). *Monetary Theory*. McGraw-Hill Book Company.
9. Glaz'ev, S.Iu. (2015). Nishcheta i blesk rossiiskikh monetaristov (Poverty and Luster of the Russian Monetarists). Part 2. *Ekonomicheskaja nauka sovremennoi Rossii [Economic Science in Modern Russia]*, No. 2 (69), 7–21.
10. Gamza, V.A. (2006). Infliatsiia v Rossii: analiticheskie materialy [Inflation in Russia. Analytical Materials]. *Den'gi i kredit (The Russian Journal of Money and Finance)*, No. 9, 58–70.
11. Iakunin, V.I., Sulakshin, S.S., Averkova, N.A., Bagdasarian, V.E. et al. (2012). *Politicheskoe izmerenie mirovykh finansovykh krizisov. Fenomenologiya, teoriia, ustranenie [The political dimension of global financial crises. Phenomenology, theory, mitigation]*. Moscow, Nauchnyi Ekspert.
12. Iakupov, Z.Ia., Murzakaeva, I.S. (2016). Analiz zavisimosti infliatsii i denezhnoi massy v Rossii [Analysis of the relationship between inflation and money supply in Russia]. *Teoriia i praktika sovremennoi nauki [Theory and Practice of Modern Science]*, No. 5 (11), 1086–1091.
13. De Graude, P., Polan, M. (2001). Is inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? *CERP Discussion Paper* No. 2841, 43.
14. Glaz'ev, S.Iu., Gorid'ko, N.P., Nizhegorodtsev, R.M. (2016) Kritika formuly Irvinga Fishera i illiuzii sovremennoi monetarnoi politiki (The critics of Irving Fisher's formula and some illusions about contemporary monetary policy). *Ekonomika i matematicheskie metody [Economics and Economic Methods]*, Vol. 52, No. 4, 3–23.
15. Kudrin, A. (2007). *Infliatsiia: rossiiskie i mirovyie tendentsii (Inflation: Recent Trends in Russia and in the World)*. Voprosy ekonomiki, No. 10, 4–26.
16. Bruno, M., Easterly, W. (1998). Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 41, No. 1, 3–26.
17. Woodford, M. (1994). Monetary Policy and Price-Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy. *Economic Theory*, Vol. 4, Issue 3, 345–380.
18. Cochrane, J. (1998). Long-term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level. *NBER Working Paper*; No. 6771, 41.
19. Tanzi, V. (1978). Inflation, real tax revenue and the case for inflationary finance: Theory with an application to Argentina. *IMF Staff Papers*, Vol. 25.
20. Balatsky, E.V. (1997). Infliatsionnoe ravновесie i biudzhetaia sbalansirovannost' [Inflation Equilibrium and Balanced Budget]. *Mirovaia ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniia (World Economy and International Relations)*, No. 3, 34–44.
21. Patinkin, D. (1993). Israel's Stabilization Program of 1985, or Some Simple Truths of Monetary Theory. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, Issue 2, 103–128.
22. Malkina, M.Iu. (2011). Infliatsiia i fiskal'nye disbalansy v rossiiskoi ekonomike (Inflation and fiscal disbalances in russian economy). *Finansovaja analitika: problemy i resheniia (Financial Analytics: Science and Experience)*, No. 2 (44), 2–8.
23. Catao, L., Terrones, M.E. (2003). Fiscal Deficits and Inflation. *IMF Working paper*, WP/03/65, 32.

24. Karavaeva, I.V., Bukhval'd, E.M., Pavlov, V.I., Kazantsev, S.V., Gel'vanovsky, M.I., Ivanov, E.A., Kolomiets, A.G., Kolpakova, I.A. (2018). Federal'nyi biudzheth Rossii na 2018–2020 gody: novyi shag k pobeде nad defitsitom i inflitsiei? (The Federal Budget of Russia for the Years 2018–2020: Is It a New Step Towards Victory Over the Deficit and Inflation?). *Vestnik instituta ekonomiki Rossiiskoi akademii nauk [Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences]*, No. 1, 40–61.
25. Ponomarev, Iu.Iu., Trunin, P.V., Uliukaev, A.V. (2014). Effekt perenosa dinamiki obmennogo kursa na tseny v Rossii (Exchange Rate Pass-through in Russia). *Voprosy Ekonomiki*, No. 3, 21–35.
26. Calvo, G.A., Reinhart, C.M. (2002). Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, 379–408.
27. Ekimova, N.A. (2017). Indikatory rannego preduprezhdeniia krizisov: v poiskakh novykh podkhodov (Indicators of Early Crisis Prevention: In Search of New Approaches). *Vestnik UrFU. Seriya ekonomika i upravlenie (Bulletin of UrFU. Series Economics and Management)*, Vol. 16, No. 6, 985–1002.
28. Hnatkovskay, V., Lahiriy, A., Veghz, C. (2012). *The Exchange Rate Response Puzzle*. Available at: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?303127090027116067020125068105124109055040034038059056067025102025116086121078096077124122059008021029045115090090100024012095061060042093055121125091008095008097005007030105015004070085008116075078087123009113112031076064115105003071090093079079078&EXT=pdf>.
29. Cochrane, J. (2016). Do Higher Interest Rates Raise or Lower Inflation? 2016. Available at: <http://faculty.chicagobooth.edu/john.Cochrane/research/papers/finser.pdf>.
30. Cochrane, J. (2015). The Grumpy Economist. Available at: <https://johnhcochrane.blogspot.com/2015/11/early-fisherism.html>.

Information about the authors

Ekimova Natalia Aleksandrovna – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Leading Researcher, Center for Macroeconomic Studies, Financial University under the Government of the Russian Federation Moscow, Russia (125993, Moscow, Leningradsky Prospekt, 49); e-mail: n.ekimova@bk.ru.

Для цитирования: Екимова Н.А. Институциональные риски: в поисках детерминант инфляции // Вестник УрФУ. Серия экономика и управление. 2018. Т. 17, № 5. С. 732–750. DOI: 10.15826/vestnik.2018.17.5.033.

For Citation: Ekimova N.A. Institutional Risks: In Search of Inflation Determinants. *Bulletin of Ural Federal University. Series Economics and Management*, 2018, Vol. 17, No. 5, 732–750. DOI: 10.15826/vestnik.2018.17.5.033.

Информация о статье: дата поступления 25 июля 2018 г.; дата принятия к печати 29 августа 2018 г.

Article Info: Received July 25, 2018; Accepted August 29, 2018.